

埼玉学園大学・川口短期大学 機関リポジトリ

米欧日における格付規制の導入とその影響（その2）

著者	箕輪 徳二
雑誌名	埼玉学園大学紀要．経済経営学部篇
巻	17
ページ	107-118
発行年	2017-12-01
URL	http://id.nii.ac.jp/1354/00001074/



米欧日における格付規制の導入とその影響（その2）

Introduction of Regulation of Credit Rating Agencies in the USA, EU, Japan and Its Influence II

箕 輪 徳 二

MINOWA, Tokuji

目次

はじめに

1、格付会社に関する金融安定化フォーラム（FSF）と証券監督者国際機構（IOSCO）の活動

- (1) 金融安定化フォーラムとIOSCO
- (2) IOSCOの基本行動規範の実施・遵守状況の調査
- (3) 米サブプライム・ローン問題の格付機関に対しての国際的対応
- (4) IOSCOの基本行動規範改訂
- (5) IOSCOプレスリリースによる基本行動規範の遵守状況

2、米国における格付会社規制

- (1) SECによるNRSRO制度の導入
- (2) 2006年9月の「信用格付会社改革法」の制定に向けて
- (3) サブプライム問題と格付会社規制強化
- (4) 米格付会社規制の強化の主なポイント（Dodd-Frank法 9章G節＜副題C＞）
- (5) SEC改正条項（Security Exchange Act of 1934の第15E条）と細則改正（SEC Adopts Credit Rating Agency Reform Rules）—以下 第15号掲載

3、欧州連合（EU）における格付会社規制

—以下 本号掲載

- (1) CRA（Credit Rating Agencies）I Regulation 2009年

- (2) CRA II Regulation 2011年

- (3) CRA III Regulation 2013年

4、日本における格付規制

- (1) 信用格付業者規制の概要

- (2) 主な信用格付業者規制

おわりに—格付会社規制の影響—

〈第15号掲載のサマリー〉

2008年9月15日、米大手投資銀行のリーマン・ブラザーズの経営破綻を契機に、世界な金融危機が発生した。その危機の大きな原因が、米国における信用力の低い住宅ローン債権を担保とした証券化（RMBS：サブプライム証券）、仕組債のCDOの格付を2007年7月以降、Moody's, S&Pが急激かつ大幅に格下げ、その金融商品の値下がり損失が、その商品に投資をしていたEUの金融機関のバランスシートを毀損し、経営が行き詰まるなど、金融危機を発生させたのである。つまり、格付機関のサブプライム証券の格付の失敗は、最大の被害国であるEUを巻き込んで米・EU・日で格付制度改革が議論され、信用格付業者・信用格付規制が導入されたのである。

キーワード：信用格付、金融商品

Key words：

米・EU・日における格付規制導入までには、国際機関の金融安定化フォーラム（FSF：Financial Stability Forum）と証券監督者国際機構（IOSCO: International Organization of Securities Commissions）において議論が進められた。

第15号においては、FSFの2002年9月の「証券市場の基盤強化の観点から格付の役割に関する議論」、IOSCOの2003年9月「格付機関の活動にする原則」、2004年12月「信用格付機関の基本行動規範と2008年5月その改訂」、2007年2月「格付会社による基本行動規範の実施・遵守状況の調査結果と2009年3月のその遵守状況」などを取り上げて論述した。つぎに、米国の格付規制については、SECによる1975年にNRSRO（全国的認知統計格付機関：Nationally Recognized Statistics Rating Organization）制度の導入、2006年9月に「信用格付会社改革法：Credit Rating Agency Reform Act of 2006」が成立し格付機関を増やし競争を促進すること図った。2010年7月にDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection（俗称：ドットーフランク法：包括的金融規制改革）制定において信用米格付規制を強化、2016年8月のSEC改正条項とその格付規則の細則等を論述した。

3、欧州連合(EU)における格付会社規制¹⁾

欧州連合（EU）においても、2007年の米サブプライムローンの証券化の問題発生、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営破綻による、EU域内銀行への影響が大きかったことから、EUレベルでの格付会社に対する規制が始まる。

欧州証券規制当局委員会（CESR: The Committee of European Securities

Regulations）は、2008年2月13日「ストラクチャード商品に関する格付会社の役割に関する市中協議文書」を公表し、それを実施している。その後2008年5月19日「ストラクチャード商品に関する格付会社の役割に関する二次報告書」を公表している。この報告書で「IOSCO基本行動規範の遵守状況を監視することが可能となること、より厳格な自主規制の枠組みが妥当であり、このため、国際的な監視機構（モニタリングポスト）を新設することを提案」²⁾し、格付会社に対する国際的な行動基準の策定、その遵守状況の監視を求めたのである。

2008年7月8日にEU経済・財務相理事会は、「格付会社をEUの登録制度の対象とすべきとの原則を支持する」とした。これを受け、欧州委員会は、2008年7月31日、1）格付会社の承認・運営および監督の条件に関する市中協議文書³⁾、2）信用格付会社への過度な依存の問題対応に関する市中協議文書を出している。

＜CRA（Credit Rating Agencies）I Regulation 2009年＞

こうしたEU経済・財務相理事会の市中協議文書を踏まえ、2008年11月12日欧州委員会は「格付に関する欧州議会および理事会規則案」を公表した。そこでの格付会社の欧州域内に拠点を有しない域外格付会社の取り扱いを1）欧州域内の格付会社（欧州規則で登録を受けた格付会社）により承認（Endorsement）を受けた場合、または2）欧州域内の国より個別に格付利用を認めるための証明（Certification）を受けた場合に、欧州域内での格付会社による信用格付付与の業務を行えることとした修正を行い、2009年4月23日の

欧州議会および同年7月27日欧州理事会で採択され、同年11月7日官報に掲載され、その施行は官報掲載から20日後とされ、2009年12月7日より施行されたのである。この2)の措置により、日本のJCRは欧州域内で格付できる登録認証を取得した。

この規則の主な内容は、域内での信用格付業をする場合、登録制をとり、域外からの格付会社は、前記の「承認又は証明」を必要としている。登録格付会社は、1) 独立委員を含む監視機関の設置、2) 法令遵守、内部統制、利益相反防止、内部通報システム等の体制整備、3) 独立レビュー機能(格付方法、格付モデルの見直し)のための組織等に係る規則のほか、イ、アナリストのローテーションルール(4年交代、2年インターバル)、ロ、格付会社・アナリストが一定の関係を有する者に対する信用格付の禁止の規則が課される。そのほか格付方法・モデル等に関する情報開示規定、ストラクチャード商品についての追加的な記号の付与など、信用格付開示・提供規定、透明性確保に関する定期的・一般的な情報開示に係る規定の整備を要求している⁴⁾。

なお、サブプライム問題による金融危機を受けCESRは欧州証券市場局(ESMA: European Securities and Market Authority)へ2011年5月に改組され、欧州の格付会社の監督はESMAが2011年7月より行っている⁵⁾。

<CRA II Regulation 2011年>

2011年11月15日EU格付規制の改正案が欧州議会提出された⁶⁾。そこでの利益相反回避に関する事項は次のようなものがある。格付会社に3年以上の同一会社の格付けの継続を認めず(但し、同一の格付けを格付会社2社で行っている場合は、1社が交代により残り

の格付会社最長6年まで)、4年の間隔を空けなければならない⁷⁾、複雑なSF商品の格付は格付会社2社からの格付けを要求する、格付会社の大株主は、同時に他の格付会社の大株主になってはいけないなどである。

<CRA III Regulation 2013年⁸⁾>

この規則は、SF商品(証券化商品含む⁹⁾)のスポンサー、発行体、組成者に新しい開示規制を課し、SF商品には2か所からの格付取得を課し、再証券化の発行体にはCRAのローテーションを課すことを規制した。CRAに新しく次のような課題を課した。それは新民事責任制度と、欧州全域での規制をうけるCRAにESMAにより強い役割を創設し、欧州域内での信用格付に過度に依存しないようよう求めた。

指令は、UCITS(譲渡可能証券の集団投資事業)、IORPs(Institutions for Occupational Retirement Provision)、AIFMs(Alternative Investment Fund Managers Directive)にUCIT/AIF(Accredited Investment Fiduciary)資産の信用価値を評価するために外部格付けに安易に、機会的に依存しないように、そして自己でデューデレジンス行う必要性を求めている¹⁰⁾。

<ソブリン債の格付>

市場の混乱を避けるかために、CRAが、メンバー国の非依頼ソブリン格付と格付見通しの公表日を年末の12月に翌年の12カ月間において最大3日を指定しなければならない。これらの曜日は、業務終了後の金曜日とEUにおいて取引開始前、少なくとも1時間の間のみ公表することとしている。異例の事態が起きたときのみ、この指定日以外でも公表を

認めている。さらに、投資家とメンバー国には自国の信用格付のよりよい理解を得る助けとなるように各格付の実態と前提の情報を知らされる。

<Issuer-pays modelによる利益相反の軽減>

この規則はCRAの独立の促進と、かなり複雑なSF商品（再証券化商品）に関してローテンションを必須とすることにより利益相反を避ける助けになる。CRAに株式保有を制限した。利益相反リスク軽減のため、新規則は、CRAに資本又は議決権の5%以上を保有している株主を公表開示する。CRAは、資本ないし議決権の10%以上保有している相手先の格付を禁止する。

<European Rating Platformへの格付公表>

全ての利用可能な格付は、European Rating Platformに公表し、2015年から利用できる。EUで登録又は承認したCRAによる金融商品の比較可能性、可視化の改善をした。これは、投資家が信用リスク評価する助けとなるもので、格付産業の一層の多様化に貢献する。

そのパッケージの一部として、EU委員会は格付市場状況の検証と、ソブリン債務の信用価値評価に関して特別なヨーロッパシステムの開発の妥当性をヨーロッパ議会とその協議会に報告する。

<格付会社の責任>

もしCRAが故意又は重過失によって、CRA規則の付表Ⅲに違反した場合、次のような損害の訴えを発行体あるいは、投資家から受ける民事責任事項を規定した。i) 投資家の場合、そのような信用格付に合理的に依存した事の立証ができる場合。ii) 発行体の場合、

それ又はその金融商品がその格付により保障されている、そして違反がその発行体によって提供されたミスリーディング又は不正確な情報による原因によって起こっていない場合。

以上、EUの格付会社規制は、問題事項に対しての詳細規制が特徴である。特に、CRAへの民事責任規制、非依頼のソブリン債についての格付公表を年最大3回までを年末に翌年中の日にちを指定し、その公表も金曜日の営業時間終了時に限定している。そして、その格付変更公表前の変更に至った事実と前提の説明・通知を当該国にすることを求めている、のが特徴的である。この規制は、登録CRAにとっては、格付付与に、かなり重い課題を課せられたと考えることができる。

4、日本における格付規制

前述のように日本の「金商法」（2009年公布、2010年4月1日施行）おいての格付業者規制の背景は、米国のサブプライムローン債権の証券化の組成時の格付問題が顕在化するなか、欧米の格付規制に調和を図る方向での規制の導入である。

(1) 信用格付業者規制の概要

金融庁総務企画局が、2009年（平成21年）10月「平成21年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案の概要」を公表した。その信用格付会社の公的規制を次のようにまとめている。

<信用格付業者に対する規制・監督について>

- ・体制が整備された格付会社を登録制にする。
- その格付会社を信用格付業者と呼ぶ。

＜信用格付業者の規制の概要＞

登録信用格付業者は次の事項を義務づけられる。

- 1) 誠実義務：独立した立場において、公正かつ誠実にその業務を遂行すること
- 2) 体制整備：格付プロセスの品質管理、独立性・公正性確保、利益相反防止等（「金商業等府令」第306条）
 - ・ 格付プロセスの品質管理：①専門的知識・技能を有する人員の確保、②格付に用いる情報の品質確保、③付与した格付にかかる点検・更新（モニタリング）等
 - ・ 独立性・公正性確保とは格付委員会による格付決定と委員のローテーション等（委員会構成員の3分の1以上のローテーション）
 - ・ 利益相反防止：①利益相反行為の特定・利益相反回避措置・公表、②転職したアナリストが過去に関与した転職先の案件のレビュー等
 - ・ 上記以外に、法令等遵守、情報管理・秘密保持、苦情対応、格付方針等遵守、監督委員会の設置等である。
- 3) 禁止行為：①格付対象商品の発行者等と一定の密接な関係を有している場合の格付提供の禁止、②格付対象商品の発行者等に対して格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を行った場合に格付提供の禁止、③投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させるもの、たとえば担当の格付アナリストが格付プロセスにおいて、格付対象商品の発行者等から金銭又は物品の交付を受けることの禁止等（「金商業等府令」第312条）。
- 4) 情報開示：①適時の情報開示については

格付方針等の公表、②定期的な情報開示については説明書類の公衆縦覧。

＜適時公表について＞

- ・ 格付付与方針等の要件：①収集したすべての情報資料を総合して判断すること、②発行者等に対して事実誤認の有無の事前確認をすること等。
- ・ 格付提供方針等の要件：①格付けを遅滞なく広く一般に提供すること、②格付提供時に表示・公表すべき事項は、採用した格付付与方針等の概要、格付の前提・意義・限界等

＜説明書類（年1回公表・公衆縦覧）＞

①付与した格付の履歴・統計情報、②体制整備の状況等

＜内閣総理大臣による信用格付業者に対する検査・監督等＞

- ・ 事業報告書の提出、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の監督規定の整備

＜無登録業者による格付付与について＞

金融商品取引業者等は、金融商品取引契約の締結の勧誘時に以下の点についての説明責任が課されることになった。金融商品取引業者等が①無登録業者による格付であること、②内閣府令で定める事項（格付付与に用いられた方針・方法等の概要、格付けの前提・意義・限界）等を説明することなく無登録業者の格付けを提供することを制限する規定を設けた。

（2）主な信用格付業者規制

＜信用格付業者、信用格付業、信用格付とは＞

「信用格付業者とは、第66条の27の規定により内閣総理大臣の登録を受けた者をいう」（金商法2条36項）である。

「信用格付業とは、信用格付を付与し、かつ、提供し又は閲覧に供する行為（行為の相手方の範囲その他行為の態様に照らして投資者の保護に欠けるおそれが少ないと認められるものとして内閣府令で定めるものを除く¹¹⁾。を業として行うことをいう」（金商法2条35項）である。

「信用格付とは、金融商品¹²⁾又は法人（これに類するものとして内閣府令¹³⁾で定めるものを含む。）の信用状態に関する評価（以下この項において「信用評価」という。）の結果について、記号又は数字（これらに類するものとして内閣府令¹⁴⁾で定めるものを含む。）を用いて表示した等級（主として信用評価以外の事項を勘案して定められる等級として内閣府令で定めるもの¹⁵⁾を除く。）をいう」（金商法2条34項）である。

＜信用格付業者に対しての規制、監督＞

信用格付業者は、金商法第3章の3（信用格付業者）に規制が定められている。信用格付業者は、金融商品取引業者の一類型として規制を受けるのではなく、金融商品取引業者とは別の業態として同法の規程が適用される¹⁶⁾。

登録信用格付業者は以下の事項が義務付けられる。

①業務遂行の誠実義務（金商法66条の32）「信用格付業者並びにその役員及び使用人は、独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行しなければならない」。

②格付会社の業務管理体制の整備（「金融商

品取引業等に関する内閣府令」平成22年内閣府令7（以下「金商業等府令」と称す）は、「金商業等府令」第306条第1項、法第66条の33第1項の規定により信用格付業者が配備しなければならない業務管理体制は、次に掲げる要件を満たさなければならない。

その第1号「常に公正不偏の態度を保持し、自らの責任において信用格付行為を行うための措置が取られていること」。

その第2号「格付担当者が連続して同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の付与に係る過程に関与する場合において、当該格付関係者から独立した立場において公正かつ誠実にその業務を遂行するための次のいずれかの措置がとられていること」である。

その1つが、アナリストのローテーション・ルールで、主任格付けアナリストが同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の付与に係る過程に5年間継続して関与した場合には、その後2年間当該格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付の付与に係る過程に関与しないための措置である。その2つが委員会における格付決定の当該合議体の構成員の総数の3分の1以上の構成員について同一の格付関係者が利害を有する事項を対象とする信用格付（資産証券化商品以外の信用評価事項が、同一事業年度内に当該信用格付事項の2以上の信用格付をした時は、当該2以上の格付を一の信用格付とみなす。）の付与に係る過程に関与しない措置」である。

その第6号「信用格付の付与に係る過程の管理の方針の策定及びその実施に関する次に掲げる措置が取られていること」

その1つが、信用格付業の業務を適性かつ

円滑に遂行しえる専門知識及び技能を有する人員を十分に確保するための措置（信用格付の付与に係る信用格付業者としての最終意思決定を合議体で行う場合には、当該合議体の構成員の選任方法及びその使用人の専門知識及び技能が適正に発揮される措置を含む。）

その2つが、信用格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保するための措置。

その3つは、信用格付の付与のための専門知識及び技能を有する人員を確保できない場合又は信用格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保できない場合には、当該信用格付を付与しないための措置。

その4つが、信用格付付与方針等の妥当性及び実効性について検証を適性に行う機能を整備するための措置（資産証券化商品の原資産の信用状態の特性が変化した場合における当該資産証券化商品の信用格付付与方針等の妥当性及び実効性についての検証を適性に行うための措置を含む。）

その5つは、信用格付付与方針等について重要な変更を行ったときは、当該信用格付付与方針等に基づき付与した信用格付のうち、変更後の信用格付付与方針等に基づき更新するか否かについて判断すべき信用格付の範囲及び更新に要する期間を遅滞なく公表し、当該機関内に必要な更新を行うための措置。

その6つが、資産証券化商品（当該資産証券化商品の設計が過去に信用格付を付与した資産証券化商品の設計と著しく異なる場合に限る。）の信用状態に関する評価を対象とする信用格付を適性に付与することが可能であることを検証するための措置。

その7つが、付与した信用格付に係る検証及び更新を適切かつ継続的に実施するための

措置（当該検証および更新を実施しないこととした場合においては、その旨及びその他必要な事項を遅滞なく公表するための措置を含む。）

第7号で「信用格付業に係る利益相反を防止するための次に掲げる措置」を義務付けられている。

その1つが、「信用格付行為のうち利益相反又はそのおそれある行為（以下この章において「特定行為」という。）を適切な方法により特定し、当該行為が投資者の利益を害しないことを確保するための措置（次に掲げる措置を含む、以下この章において「利益相反回避措置」という。）で、（i）格付担当者の利益相反おそれある有価証券の売買禁止。（ii）当該格付事項に格付関係者と役員及び使用人との間で利益相反のおそれある場合、格付過程に役員及び使用人が関与しない措置。（iii）信用格付業者と格付関係者との間で利益相反のおそれある次の場合、信用格付業者の格付付与において、投資者の利益を害さない措置の確保（i 信用格付業者の格付関係者からの融資、ii 信用格付業者の総株主等の議決権の100分の5以上の議決権（第16条に規定するものを除く）を保有している者が格付関係者である場合、iii 格付関係者が信用格付業者が発行する有価証券の引受人となる場合、iv 格付関係者から信用格付行為に係る役務以外の役務の対価として多額の金銭その他の財産上の利益を受けている場合）（iv）格付担当者が格付関係者の役員又はこれに準ずる者に付くことを目的として自ら働きかけを行うことを防止するための措置（v）略、である。

その2つが、特定行為の種類及び利益相反回避措置の概要を適切な方法により公表するための措置で、次のとおりである。

証券化商品の格付を付与する信用格付業者の業務管理体制の整備内容は次のとおりである。

「金商業等府令」第306条第1項第9号「資産証券化商品の信用状態に関する評価が信用格付の対象となる事項である場合において、第3者が独立した立場において当該信用格付の妥当性について検証することができるための次に掲げる措置がとられていること」である。

それは、「イ、第3者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目を整理して公表すること。ロ、格付関係者に対し、当該資産証券化に関する情報（イの情報を含む）の公表その他の第3者が当該信用格付の妥当性について検証することができるための措置を講じるよう働きかけを行うこと。ハ、信用格付業者がロに基づき行った働きかけの内容及びその結果（格付け関係者からの当該資産証券化商品に関する情報の公表状況について、聴取した結果をいう）について公表すること」である。こうした措置を確保するため、第17号で独立した「監督委員会」の設置を義務付けている。その委員のうち3分の1以上（委員が3名以下の場合にあっては、2名以上）は、信用格付業者、当該信用格付業者の子法人、当該信用格付業者を子法人とする他の法人（当該信用格付業者を除く。）の役員（監査役又は監事その他これらに準ずるものを除く。）又は使用人（以下イにおいて「関係役員等」という。）ではなく、かつ、過去5年以内に関係役員等となったことがない者（「独立委員」）を要求している。

第11号「格付担当者が当該信用格付の手数料に関する交渉に参加することを防止するた

めの措置がとられていること」

第12号「信用格付業者の業務に際して知りえた情報の管理及び秘密の保持を適切に行うための次の措置がとられていること。イ、信用格付業の業務に関して知りえた情報及び秘密を信用格付業を公正かつ的確に遂行するために必要と認められている目的以外の目的のために利用しないことを確保するための措置。ロ、秘密の範囲及び業務上知りえる者を特定し、管理の方法を定めることにより、その漏えいの防止を図るための措置」である。

第13号「信用格付業者に対する苦情を適切かつ迅速に処理するための措置（当該苦情を当該信用格付業の役員に報告するための体制整備を含む。）がとられていること。」、第14号「格付方針等に従い、信用格付業の業務を遂行するための措置（格付けアナリストに対する研修にかかる措置を含む。）がとられていること。」である。

第15、16、17号は省略している。

おわりに—格付会社規制の影響—

米国で1909年にジョン・ムーディー（John Moody）が債券格付目的で始めたが、格付の最初とされ、その後米国において格付産業は定着・発展し、世界に広がっていった。

日本での格付会社のスタートは、1985年（昭和60年）4月である。当時、社債の無担保発行を促進するため、債券の信用評価のための「格付」の導入の必要性があったからである。それから30年経て、今日、格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）、の日系2社と、ムーディーズ・ジャパン、スタンダード・アンド・プアーズ・ジャパン、フィッチ・ジャパンのビッグ・スリー傘下の日本法人を含めて合計5社の格付会社が、「金商法」

上の信用格付業者として登録を受けている。

格付会社規制は、アメリカの1975年のSEC規制によるNRSROに始まる。その後、エンロン、ワールドコムの問題を受け、格付会社の寡占状況を是正すべく、競争を通じて格付の品質向上を目指して、2006年9月「信用格付会社改革法」制定、2007年6月施行した。しかし、2008年9月の米国のリーマン・ブラザーズの経営破綻を契機とした、サブプライムローン債権の証券化商品の組成時の格付会社の格付の失敗は、世界の金融市場を危機に陥れることになった。

これを受け、2008年5月にIOSCO「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」が公表され、IOSCO基本行動規範を改訂した。この行動規範がその後の各国の格付規制のベースとなる。その概要は次のようである。①格付プロセスの品質と公正性、②信用格付機関の独立性と利益相反の回避、③信用格付機関の一般投資家と発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者への情報提供である。

米国の格付規制の特徴は、エンロン問題等を契機に競争促進的な規制であったが、サブプライム問題を受け、SECによる信用格付室の設置、利益相反、内部統制強化、開示規制強化等個別に規制を強化する方向にある。

EU（欧州連合）の信用格付会社規制は、サブプライムローン問題を契機にしているため、IOSCO基本行動規範をベースに、1）独立委員会を含む監視機関の設置、2）法令遵守、内部統制、利益相反防止、内部通報システム等の体制整備、3）独立レビュー機能（格付方法、格付モデルの見直し）のための組織等に係る規則のほか、イ、アナリストのローテーションルール、ロ、格付会社・アナリストが

一定の関係を有する者に対する信用格付の禁止の規則が課される。そのほか格付方法・モデル等に関する情報開示規定、ストラクチャード商品についての追加的な記号の付与など、信用格付開示・提供規定、透明性確保に関する定期的・一般的な情報開示に係る規定を整備する。CRAⅢでは、ソブリン格付、SF（ストラクチャード・ファイナンス商品）格付を強化している。

日本の格付規制は、欧米への格付規制の調和化を目指した規制と解される。その規制の概要は以下のとおりである。日本の格付規制は、EUにおいて同等評価を得られる規制になっている。

その規制の概要は、金融庁総務企画局が、2009年（平成21年）10月「平成21年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案の概要」の公表にはじまる。

その1つが、信用格付業者に対する規制・監督で、体制が整備された格付会社を登録制にする。その格付会社を信用格付業者と呼ぶとしている。登録信用格付業者は次の事項を義務づけられる。

- 1）信用格付業者の誠実義務は、独立した立場において、公正かつ誠実にその業務を遂行することである。
- 2）信用格付業者の体制整備は、格付プロセスの品質管理、独立性・公正性確保、利益相反防止等（「金商業等府令」第306条）である。このうち、格付プロセスの品質管理：①専門的知識・技能を有する人員の確保、②格付に用いる情報の品質確保、③付与した格付にかかる点検・更新（モニタリング）等である。独立性・公正性確保とは、格付委員会による格付決定と委員のローテーション等（委員会構成員

の3分の1以上のローテーション）である。利益相反防止は、①利益相反行為の特定・利益相反回避措置・公表、②転職したアナリストが過去に関与した転職先の案件のレビュー等である。その他、信用格付業者の法令等遵守、情報管理・秘密保持、苦情対応、格付方針等遵守、監督委員会の設置等である。

- 3) 信用格付業者の禁止行為は、①格付対象商品の発行者等と一定の密接な関係を有している場合の格付提供の禁止、②格付対象商品の発行者等に対して格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を行った場合に格付提供の禁止、③投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させるもの、たとえば担当の格付アナリストが格付プロセスにおいて、格付対象商品の発行者等から金銭又は物品の交付を受けることの禁止等（「金商業等府令」第312条）である。
- 4) 信用格付業者の情報開示は、①適時の情報開示については格付方針等の公表、②定期的な情報開示については説明書類の公衆縦覧に供することである。

適時情報公表は、次のようである。

格付付与方針等の要件は、①収集したすべての情報資料を総合して判断すること、②発行者等に対して事実誤認の有無の事前確認すること等である。格付提供方針等の要件は、①格付けを遅滞なく広く一般に提供すること、②格付提供時に表示・公表すべき事項は、採用した格付付与方針等の概要、格付の前提・意義・限界等を提供する。

説明書類は、年1回公表し、公衆縦覧に供する。その書類は、①付与した格付の履歴・統計情報、②体制整備の状況等である。

内閣総理大臣による信用格付業者に対する検査・監督等が規定され、事業報告書の提出、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の監督規定の整備をした。

最後に、無登録業者による格付付与について規定した。無登録業者による格付付与の場合の金融商品取引業者等は、金融商品取引契約の締結の勧誘時に以下の点についての説明責任が課されることになった。金融商品取引業者等が①無登録業者による格付であること、②内閣府令で定める事項（格付付与に用いられた方針・方法等の概要、格付けの前提・意義・限界）等を説明することなく無登録業者の格付けを提供することを制限する規定を設けたのである。

以上のように、米・EU・日本の格付規制について考察してきたが、日本の格付規制は、米、EUにおいて活動する日本の会社等が発行する社債、金融商品等の格付付与資格を得られる、国際的に通用する格付規制の導入を目指したものと考えられる。日本の信用格付会社のJCRは、米国、EUにおいて、信用格付業者の資格を得ている。

ところで、日本において日系の登録信用格付業者としてR&I、JCRの2社がある。日本の格付会社は、米系の国際的に業務展開しているMoody's S&Pに比較し資本規模、売上規模において大きな差異が見られる。こうした格付会社の規模の違いがあるなかで、今般の格付会社規制は、信用格付業者に業務管理体制と格付業務体制の整備を求められ、専門性の高いスタッフのローテーションの採用、専門スタッフの研修体制、情報開示、利益相反防止体制の整備等、内閣総理大臣への業務報告の提出、検査・監督等が求められていることから、中小規模の日本の格付会社には、経

営上相当の経費の負担が相当重くのしかかっていると考えられる。本格付規制が、格付情報の質の向上に帰するものであるならば、大いにその規制を評価するところであるが、格付ローティ・ションルール等、専門性の継承等から問題を残すルールになっている。

注

- 1) 本論考は、拙稿「米欧日の格付規制の導入とその影響」日本経済研究所編『日経研月報』VOL.450 2015年11月30日 26頁～34頁のための研究論文のフルペーパーの掲載である。
- 2) 三井秀範監修『格付会社規制に関する制度』商事法務 2011年2月15日 74頁。
- 3) 1)の市中協議文書の内容は、格付会社の監督は、イ、各国当局による監督とロ、EUの一組織(CESRまたは新設機関)による承認の2つの選択肢を示した。規制内容は、イの対象として信用機関、投資会社、保険会社、集団投資スキーム、年金基金に関するEU域内の規則を順守するために用いられる信用格付を付与する格付会社とする。ロの対象の格付会社は、事前承認を要し、承認要件としてEU域内に子会社または支店設置を求めた。2)の市中協議文書の主な内容は、サブプライム問題を教訓として、公的規則上、信用格付に過度に依存していることをいましめるものであり、格付情報を投資者のデュー・デリジェンスの参考情報として使用することとして、次の点を指摘している。1つが規制対象の投資者等に対し、大規模な投資を行う場合、自己の投資分析に依拠して行うこと。2つが公表信用格付について、格付対象資産のリスクを伝えるため「健全性上のリスクの警告(health warning)」条項を義務づけること、3つが規制において信用格付を参照している箇所(たとえば、銀行は自己資本比率算定で信用格付利用等)を検証し、必要に応じて再検討すること、の3案を示した(三井秀範監修 前掲書 74～76頁参照)。
- 4) EUの格付規制とその格付の質の向上、格付会

社の利益相反、ソブリン債格付、格付過度依存を避ける等について、欧州委員会は、コメントを公表している(Commission adopts new proposals on credit rating agencies 15/11.2011)。格付規制については、三井秀範監修 前掲書 79～94頁を参照されたい。

- 5) EU経済・財務相理事会の市中協議文書等は、三井秀範監修 前掲書 77～79頁参考にした。ESMAは格付会社の登録、その後の監督、欧州域外において設立された格付会社の欧州域内での活動に必要とする承認・証明制度の全般について権限を持つとされている(同掲書 92～93頁)。
- 6) *Proposal for a Regulation of the European parliament and of the council Amending Regulation (EU) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies, European Commission*、そこでの利益相反の回避に関して、格付機関の厳格なローテーションルール等を提案している。
- 7) 欧州格付会社規制の見直しについては、江川由紀雄稿「格付会社規制はどこに向かうか」『金融財政事情』2012年1月16日 37～41頁を参照されたい。
- 8) CRA III Regulationと指令は、2013年5月13日EUのジャーナルに公表された。CRA III Regulationの詳細は、CRA III Regulation enters into force as from 21 June 2013, European Union July 31 2013. とCRA3-new requirement affect issuers, originators and sponsors as well as rating agencies European Union July 30 2013による。
- 9) 証券化商品、ストラクチャード商品については次のようである。「アメリカの証券化は、1970年代に、住宅ローン債権(モーゲージ)を対象とするMBS(モーゲージ担保証券)又はRMBS(住宅ローン担保証券から始まった。当初はGSE(政府支援機関)が関与するエージェンシーMBSであったが、その後、投資銀行(証券会社)をアレンジャー(仕組みの組成業者)としてMBSが発行された。こうしたMBSの仕組みを応用して、リース債権、オート(自動車)ローン債権、クレジットカード債権等を裏付けとする民間MBSも発行された。さらに、CMBS(商業用不動産担保証券)や、CLO

（ローン担保証券）、CBO（社債担保証券）等のCDO（債務担保証券）なども発行されるようになった。～証券化では、前述のローンセールのように、金銭債権自体を投資家に譲渡するわけではなく、さまざまな信用補完措置などにより加工が施される。～、証券化商品は、裏付け資産の信用力に基づいて組成・発行される、アセットファイナンス（資産の金融化）型の有価証券といえる。また、前述した各種のファンドなどと同様に、集団投資スキームの一類型、あるいはSPV等の仕組みを用いて組成される、ストラクチャードファイナンス（仕組み金融）の典型と位置付けることができる、である（高橋正彦「証券化の進展と有価証券の範囲の拡大」証券経済学会『証券辞典』きんざい 2017年6月30日 4頁）。

10) CRA III Regulation enters into force as from 21 June 2013, European Union July 31 2013.

11) 内閣府令により「信用格付業」から除外される行為としては、プライベートトレーディングなどがある（定義府令25条：「金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令」以下、定義府令と称す、有吉尚哉稿 同署178頁）。

12) ここでいう「金融商品」とは次の掲げるものをいう（金商法2条24項）。1号有価証券、2号預金契約に基づく債権その他の権利又は当該権利を表示する証券もしくは証書であって政令で定めるもの（前号を除く）、3号通貨、4号前3号に掲げるもののほか、同一の種類のものが多数存在し、価格の変動が著しい資産であって、当該資産に係るデリバティブ取引（デリバティブ取引に類似する取引を含む。）について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの（商品先物取引法2条1項に掲げるものを除く。）、5号第1号もしくは2号に掲げるもの又は前号に掲げるもののうち内閣府令で定めるものについて、金融商品取引所が、市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物、である。

13) 法人に類する内閣府令として①法人でない団体、②事業を行う個人、③法人又は個人の集合体、④信託財産（定義府令24条1項）。

14) 記号又は数字に類するものとしての内閣府令で定めるものは、順序を示す簡易な文章又は文字とする（定義府令24条2項）。

15) 「～主として信用評価以外の事項を勘案して定められる等級としての内閣府令で定めるものは次に掲げるものとする」（定義府令24条3項）である。1号金利、通貨の価格、金融商品市場における流動性及び相場その他の指標に係る変動に関する評価の結果について表示した等級、2号有価証券の発行者その他の者が行う資産の運用その他これに類似する事業の遂行能力に関する評価の結果について表示した等級、3号債権の管理及び回収に関する業務の遂行能力に関する評価の結果について表示した等級、4号信託財産の管理能力その他信託業務の運営の適切性に関する評価の結果について表示した等級、5号前号に掲げるもののほか、主として信用状態以外の事項に関する評価の結果について表示した等級、である。

16) 有吉尚哉稿「信用格付業者規制」西村あさひ法律事務所編『資産・債権の流動化・証券化』第2版 金融財政事情研究会 2010年6月①1日 176頁参照。